

## Q1 稳健增长，现金流持续改善

——国轩高科 2020 年报与 2021 年一季报点评

### 事件：

公司公布 2020 年报和 2021 年一季报，2020 年营业收入为 67.24 亿元，同比+35.60%；归母净利润 1.49 亿元，同比+192.02%；扣非归母净利润-2.36 亿元，同比亏损收窄，非经项目主要为政府补助 3.93 亿元。Q1 营业收入 12.92 亿元，同比增长 77.09%；归母净利润 0.48 亿元，同比增长 42.49%。

### ● 2020 年全年计提减值影响业绩，连续两季度经营性现金流改善

公司 2020Q4 营业收入 26.47 亿元，同比增长 1474.16%，为历史最高。归母净利润 0.64 亿元。Q1 收入 12.92 亿元，归母净利润 0.48 亿元，主要系季节性因素环比回落。2020 全年计提应收账款坏账损失 3.18 亿元、存货跌价损失 1.35 亿元。从现金流来看，公司经营性活动产生的现金流量净额 2020Q4 与 2021Q1 分别为 14.91 亿元，1.11 亿元，较此前多个季度有较大幅度改善。

### ● 客户结构与业务结构广泛，大众赋能将持续体现

公司客户为江淮汽车、奇瑞汽车、上汽通用五菱、吉利商用车、长安汽车、上汽大通、北汽新能源、印度塔塔、台塑集团、EBUSCO 等。同时横向扩张跨领域进入轻型电动车市场，与出行平台“滴滴出行”建立战略合作伙伴关系。公司积极布局电力储能领域，实现电池梯级应用。目前已与华为、中国铁塔、国家电网、中电投等企业达成储能领域合作共识。公司定增引入大众战投获证监会审核通过，强强合作，经营层面加强精细化管理，改善治理结构。产品战略上，大众体系有助于公司打开中高端乘用车市场。

### ● 龙头地位稳固，产业链布局完善

公司动力电池龙头地位稳固。公司动力电池装机量约为 3.27GWh，国内市占率约为 5.2%，全国第五，其中磷酸铁锂电池装机量约为 2.9GWh，约占国内市场磷酸铁锂电池装机总量的 12.06%，全国第三。持续创新，保持较强竞争力。公司铁锂电芯单体能量密度突破 210Wh/kg，系统能量密度达 160Wh/kg，开发大圆柱型、JTM 等创新结构方案，不断打开磷酸铁锂应用上限。公司产业链布局完善，重视成本控制能力。庐江年产 3 万吨高镍三元正极材料项目已正式开工建设，将保障公司正极材料的稳定供应。与中国冶金科工集团合作开发三元前驱体材料，目前一期四万吨高镍前驱体产线已投产。此外与星源材质、铜陵有色分别就隔膜与铜箔深度合作。

### ● 投资建议与盈利预测

预计公司 2021-2023 年归母净利润 5.51/9.25/11.91 亿元，对应 PE 分别为 78X、47X、36X。给予公司“买入”的投资评级。

### ● 风险提示：新能源销量不达预期，原料成本上升过快。

### 附表：盈利预测

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4958.90	6724.23	8532.00	13762.00	16189.00
收入同比 (%)	-3.28	35.60	26.88	61.30	17.64
归母净利润(百万元)	51.25	149.67	551.48	925.59	1191.27
归母净利润同比 (%)	-91.17	192.02	268.45	67.84	28.70
ROE (%)	0.58	1.37	4.82	7.47	8.75
每股收益 (元)	0.04	0.12	0.43	0.72	0.93
市盈率(P/E)	842.47	288.50	78.30	46.65	36.25

资料来源：Wind, 国元证券研究所

## 买入|维持

当前价/目标价：33.72 元/42 元

目标期限：12 个月

### 基本数据

52 周最高/最低价 (元)：44.4 / 21.73

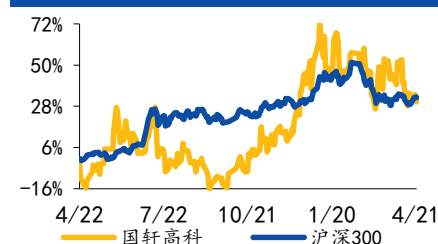
A 股流通股 (百万股)：1178.61

A 股总股本 (百万股)：1280.54

流通市值 (百万元)：39742.65

总市值 (百万元)：43179.96

### 过去一年股价走势



资料来源：Wind

### 相关研究报告

《国元证券行业研究-电新行业新能源车板块周报：新能源车销量增长持续，CATL 获起现代定点 (2021-2-7)》  
2021.02.08

《国元证券行业研究-电新行业新能源车板块周报：比亚迪电池外供，锂电材料大幅预增》2021.02.01

《国元证券行业研究-电新行业新能源车板块周报：龙头公司加速扩产，关注锂电池产业链》2021.01.25

### 报告作者

分析师 满在朋

执业证书编号 S0020519070001

电话 021-51097188-1851

邮箱 manzaipeng@gyzq.com.cn

联系人 黄浦

电话 021-51097188-1851

邮箱 huangpu@gyzq.com.cn

**财务预测表**

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	14761.00	15619.51	20489.76	26229.51	30425.35
现金	3614.75	3343.53	7447.53	7566.84	10089.70
应收账款	5606.64	6587.35	6983.25	8615.36	8007.81
其他应收款	159.64	134.94	205.70	313.25	375.76
预付账款	226.43	248.70	359.65	564.12	671.09
存货	3958.83	3220.33	4019.20	7327.38	9158.91
其他流动资产	1194.71	2084.66	1474.44	1842.56	2122.08
<b>非流动资产</b>	10409.45	12215.11	13439.27	15273.96	16686.15
长期投资	622.45	668.00	479.00	479.00	479.00
固定资产	5548.86	7159.88	8687.39	10129.90	11313.20
无形资产	827.15	1264.14	1594.89	1945.39	2289.31
其他非流动资产	3410.99	3123.09	2677.99	2719.67	2604.64
<b>资产总计</b>	25170.45	27834.61	33929.03	41503.46	47111.51
<b>流动负债</b>	11397.16	11893.75	14361.95	20146.73	23254.34
短期借款	3861.57	3251.89	3455.11	3387.37	3409.95
应付账款	4340.80	4016.76	6249.79	9589.75	11494.95
其他流动负债	3194.79	4625.10	4657.04	7169.61	8349.44
<b>非流动负债</b>	4717.46	4865.54	7966.09	8834.61	10152.44
长期借款	722.85	2586.66	3748.04	5143.56	6461.04
其他非流动负债	3994.61	2278.88	4218.05	3691.05	3691.41
<b>负债合计</b>	16114.62	16759.29	22328.04	28981.35	33406.78
少数股东权益	151.79	169.31	151.99	126.75	92.16
股本	1136.65	1280.54	1280.54	1280.54	1280.54
资本公积	4867.28	6231.30	6231.30	6231.30	6231.30
留存收益	3155.13	3316.70	3868.17	4793.77	5985.04
归属母公司股东权益	8904.03	10906.01	11449.00	12395.36	13612.57
<b>负债和股东权益</b>	25170.45	27834.61	33929.03	41503.46	47111.51

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	-683.19	684.95	3990.66	1821.41	3634.84
净利润	48.33	146.90	534.15	900.36	1156.68
折旧摊销	518.84	607.51	598.56	743.67	882.89
财务费用	290.86	311.92	229.47	211.03	222.47
投资损失	24.37	-60.97	-19.40	-23.40	-29.89
营运资金变动	-1988.74	-571.33	2521.51	-565.25	1358.23
其他经营现金流	423.15	250.91	126.37	554.99	44.45
<b>投资活动现金流</b>	-2062.41	-2242.90	-1692.92	-2337.22	-2255.40
资本支出	1970.36	2094.08	2000.00	2000.00	1900.00
长期投资	163.35	253.40	-189.00	0.00	0.00
其他投资现金流	71.29	104.59	118.09	-337.22	-355.40
<b>筹资活动现金流</b>	3079.87	1333.83	1806.26	635.12	1143.42
短期借款	1632.04	-609.68	203.23	-67.74	22.58
长期借款	-243.48	1863.81	1161.38	1395.52	1317.48
普通股增加	0.00	143.89	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	296.57	1364.03	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	1394.74	-1428.22	441.65	-692.66	-196.64
<b>现金净增加额</b>	330.69	-240.91	4104.00	119.31	2522.86

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	4958.90	6724.23	8532.00	13762.00	16189.00
营业成本	3345.45	5027.92	6475.79	10541.69	12384.59
营业税金及附加	38.07	43.47	58.61	92.68	108.13
营业费用	333.88	266.11	337.87	522.96	615.18
管理费用	397.94	397.83	505.09	811.96	955.15
研发费用	437.29	498.51	568.97	871.58	1065.48
财务费用	290.86	311.92	229.47	211.03	222.47
资产减值损失	-323.37	-134.84	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.41	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-24.37	60.97	19.40	23.40	29.89
<b>营业利润</b>	58.85	167.61	581.72	993.72	1286.17
营业外收入	5.63	9.73	8.36	8.82	8.67
营业外支出	12.59	10.89	9.86	10.88	9.63
<b>利润总额</b>	51.89	166.44	580.22	991.65	1285.20
所得税	3.56	19.54	46.07	91.29	128.52
<b>净利润</b>	48.33	146.90	534.15	900.36	1156.68
少数股东损益	-2.92	-2.77	-17.32	-25.24	-34.59
<b>归属母公司净利润</b>	51.25	149.67	551.48	925.59	1191.27
EBITDA	868.55	1087.04	1409.75	1948.42	2391.54
EPS (元)	0.05	0.12	0.43	0.72	0.93

**主要财务比率**

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	-3.28	35.60	26.88	61.30	17.64
营业利润 (%)	-90.79	184.78	247.08	70.82	29.43
归属母公司净利润 (%)	-91.17	192.02	268.45	67.84	28.70
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	32.54	25.23	24.10	23.40	23.50
净利率 (%)	1.03	2.23	6.46	6.73	7.36
ROE (%)	0.58	1.37	4.82	7.47	8.75
ROIC (%)	3.00	3.26	5.97	7.81	9.73
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	64.02	60.21	65.81	69.83	70.91
净负债比率 (%)	31.12	40.08	32.26	29.44	29.55
流动比率	1.30	1.31	1.43	1.30	1.31
速动比率	0.91	1.01	1.11	0.89	0.87
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.22	0.25	0.28	0.36	0.37
应收账款周转率	0.89	1.02	1.12	1.59	1.75
应付账款周转率	0.90	1.20	1.26	1.33	1.17
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.04	0.12	0.43	0.72	0.93
每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.53	0.53	3.12	1.42	2.84
每股净资产 (最新摊薄)	6.95	8.52	8.94	9.68	10.63
<b>估值比率</b>					
P/E	842.47	288.50	78.30	46.65	36.25
P/B	4.85	3.96	3.77	3.48	3.17
EV/EBITDA	53.39	42.66	32.89	23.80	19.39

## 投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

## 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

## 一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中国人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

## 免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

## 国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188